

## 【研究ノート】

インターネット推奨銘柄と株価変動に関する分析<sup>\*</sup>

兪 暁彦

[キーワード] インターネット, 推奨銘柄, 投資戦略

[JEL 分類番号] G11, G12, G14, G15

## 1. はじめに

中国では、1990年12月に上海証券取引所、翌91年に深圳証券取引所が設立された。17年間の発展を経て、2007年12月末時点で、A株式市場の上場企業数は1507社（上海850社、深圳657社）、発行済み株式の時価総額は32.46兆元（上海約26.85兆元、深圳約5.61兆元）に達し、アジアでは、日本と並ぶ大きな市場に成長した。市場規模の拡大とともに、株式市場への参加者人数も年々増え続けている。最近の中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission, SCRC）の統計によると、中国A株式市場の取引口座数（基金口座を含む）は1億3464万口（上海6737.24万口、深圳6727.67万口）に及んでいる。また、A株式市場の流通株の時価総額に占める個人投資家の保有ウエイトは63.6%であるのに対して、投資基金は24.3%、証券会社の自己ポジションは6.1%、QFII（適格外国機関投資家）は3.7%、社会保障基金（公的年金）は2.3%となっている。投資基金や公

的年金、そしてQFIIの枠を使った外国人投資家などのプレゼンスが上がっているとは言え、個人投資家は依然として高いウエイトを占めている。個人投資家は機関投資家に比べて、情報の収集力や判断力の面で劣っていると考えられる。テレビや雑誌など各種のメディアの推奨情報に基づいて、株式を売買するケースが多いのである（兪2004、136ページ）。中国国内の証券関連ウェブサイト「全景網」は、2007年5月に400人の株式投資家を対象にアンケート調査を行っているが、「投資判断として何に頼るか」という質問に対し、自己分析を頼りにすると答えた人が32.85%、外部情報と答えた人が67.15%（そのうち、証券関連ウェブサイトが38.33%、新聞・雑誌の情報が14.41%、友人・知人の情報が14.41%）であった。中国の調査機関（Data Center of the China Internet, DCCI）が、2007年末に実施した中国のインターネット状況に関する統計結果によると、2007年の中国のインターネット利用者数は総人口数の13.8%にあたる1億8200万人に達し、前年比33.8%増加した。そして、2008年末には米国を超え、2億4400万人になると予測している。インターネットが急速に普及することにより、個人投資家も以前よりたくさんの投資情報を迅速かつ簡単に入手できるようになっている。しかし、これらの情報は、本当に役に立つかという問題が残されている。

<sup>\*</sup> 本稿の執筆過程で、青山学院大学の亀坂安紀子教授および本誌の匿名のレフェリーから有益なコメントを頂いた。また龍谷大学経済学研究科よりフィールド調査費を受給した。ここに記して感謝を表したい。

Fama (1970, p.383) が提唱した効率的市場仮説 (Efficient Market Hypothesis, EMH) 理論によると、株価は利用可能な情報を十分に反映している。この理論を支持する人は、割安株を探したり、株価を予測したりすることは意味が無いと考える。しかし、90年代に入ってからコンピューターの技術進歩や計量経済の分析手法が発展するとともに、従来の効率的市場仮説では説明できないアノマリー (異常な) 現象が次々と報告され、市場の効率性に多くの疑問が提示されるようになった。

例えば、Dawson (1982), Finn (1989), Womack (1996) では、香港、オーストラリアおよびアメリカの証券アナリストの推奨銘柄を分析した結果、確かに推奨銘柄は市場より超過的な収益を獲得できると報告している。また、Elton, Gruber and Grossman (1986) は、証券アナリストの推奨銘柄は推奨当月および翌月において、市場より顕著な超過収益率を得られると指摘している。Liu, Smith and Syed (1990) では、1982年から1985年までの米国ウォールストリート・ジャーナル株式欄の *Heard on the Street* コラムに推奨された銘柄を調べた結果、買い推奨銘柄の株価が公表される2日前から有意に上昇し始め、推奨当日の超過収益率は1.543%にも及んでいることを示している。彼らはこの異常な収益率がインサイダー取引と関係あると主張している。Huth and Maris (1992), Bauman, Datta and Iskandar-Datta (1995) は、推奨銘柄については、推奨当日の株価ボラティリティーが最も大きくなり、買い推奨の銘柄はプラスの超過収益率、売り推奨の銘柄はマイナスの超過収益率が観測されるとしている。そして、証券アナリストの売り推奨は買い推奨より株価に対する影響が強いと結論づけている。

中国国内においても、いくつかの先行研究が存在する。林 (2000) は、1998年4月13日から1999年6月28日まで「中国证券新聞」(毎月曜日に発行される) の推奨銘柄を分析した結果、推奨4週前から超過収益率が有意に上昇をはじめ、推奨3週日以降、超過収益率が有意に下落して

いる。そして、推奨当該週の推奨銘柄の売買高がもっとも高くなっていることを確認した。朱・王 (2001) では、1999年1月から11月まで「上海証券新聞」(毎日曜日に発行される) の短期推奨銘柄と長期推奨銘柄を比較分析している。その結果、取引手数料を考慮しない場合、短期推奨銘柄のポートフォリオは市場を超える収益を得られる。しかし、長期推奨銘柄のポートフォリオは市場を超える収益を得られないことも確認していた。これらは、新聞をベースとして分析を行った研究としての共通点がある。ただし、これらの先行研究の欠点として、(1) 新聞より収集したデータを用いると、毎日ではなく、特定曜日の推奨銘柄を分析することになり、曜日効果のバイアスに影響される可能性がある。

(2) 週次データを用いて分析するため、推奨以外に、株価に影響するほかの要因も入ってしまう可能性がある。(3) 分析期間は中国株式市場が上昇相場であったときに限られる。(4) サンプル期間が短い、などの問題が存在する。本稿はより長い期間にわたって、インターネットから入手した推奨銘柄のデータを利用して、分析を行う。上記先行研究とは、インターネットを通じて情報が公開されているという情報公開手段の違いがあり、分析期間や分析方法および投資戦略なども異なっている。単純に比較はできないが、本論文の結果のほうが、推奨による株価変動が短期間となっている。すなわち、林 (2000) の結論に対して、インターネット推奨銘柄を分析した本論文では、推奨による株価変動は、推奨日前後1, 2日に留まっている。

本論文の構成は次の通りである。第2節と第3節では、分析データおよび分析方法を紹介する。第4節では、分析結果を報告する。第5節では、投資戦略の有効性を検証する。第6節では、本稿のまとめを述べる。

## 2. 分析データ

証券之星<sup>1</sup>の証券調査部門は、毎日の相場終了後<sup>2</sup>、「機構聚焦」というコラムで、翌日の相

場予測<sup>3</sup>、市況分析(ファンダメンタル分析とテクニカル分析)を行い、推奨銘柄の情報を公表する<sup>4</sup>。本稿の研究対象はこのウェブサイトで、無償で提供される推奨銘柄である。新規上場株、B株、(オープン型、クローズ型)基金、上場廃止株を除くと、全部のサンプルは5073となる。表1によると、5回以下(5回を含む)推奨されたのは877銘柄であり、全体(合計1180銘柄)の74.32%を占めている。もっとも推奨された銘柄の推奨回数は25回にも及んでいた。そして、同一銘柄の平均推奨回数は4.3回である。

表1 推奨銘柄および推奨頻度

推奨頻度	1	2	3	4
銘柄数	244	226	161	145
(%)	20.68%	19.15%	13.64%	12.29%
5	6	7	8	9
101	75	52	37	38
8.56%	6.36%	4.41%	3.14%	3.22%
10	11	12	13	14
15	22	17	11	11
1.27%	1.86%	1.44%	0.93%	0.93%
15	16	17	18	19
3	5	3	4	4
0.25%	0.42%	0.25%	0.34%	0.34%
20	21	24	25	合計
1	1	1	3	1180
0.08%	0.08%	0.08%	0.25%	100.00%

(資料) 証券之星の「機構聚焦」コラムの推奨銘柄を集計し、筆者が作成。

- 1 証券之星は中国の証券関連ウェブサイトの一つである。各種の金融情報をリアルタイムで大量に提供し、関連リンクも充実している。2006年に、ナスダック上場会社 China Finance Online (Nasdaq:JRJC) に合併され、2007年に、「中国優秀総合ポータルネットサイト賞」を受賞した。中国国内では、登録会員数が最も多い、知名度の高い証券関連ウェブサイトである。会社関連情報(中国語):<http://info.stockstar.com/aboutus> (2008年4月)
- 2 中国株式市場の取引時間帯は、北京時間の9:30~11:30, 13:00~15:00となっている。推奨銘柄情報が毎日の相場終了後の17時頃(取引時間外)に、ウェブサイト上で公表されている。

サンプル期間は2000年12月21日から2006年12月29日まで(計1359営業日)の6年間とする。この期間中のA株価指数は図1で示されたように、上海A株価指数は、出発点の2197ポイントから最後の2815ポイントまで、合計600ポイント以上の値上がりがあった。日次終値で見ると、2001年6月13日(2338ポイント)、2004年4月7日(1860ポイント)に大きなピークが、そして、2002年1月28日(1418ポイント)、2005年7月11日(1063ポイント)に大きなボトムがある。深圳A株価指数のほうも上海A株価指数とほぼ同じような変動が見られる。

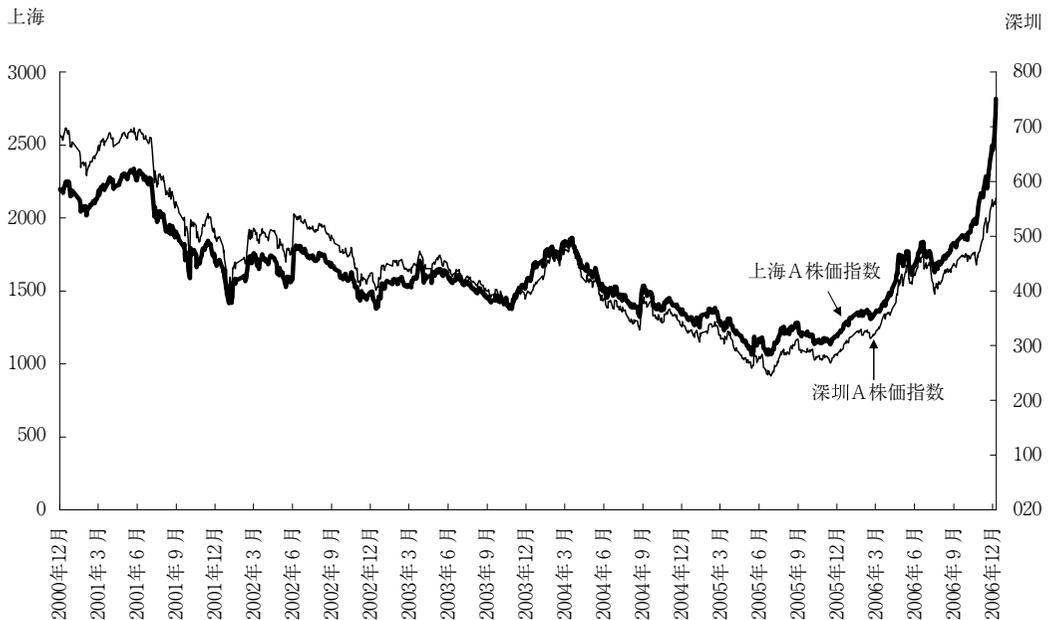
中国株式市場の個別銘柄および指数データについては、1. CSMAR (China Stock Market & Accounting Research) により提供されている「中国株式市場のカレンダー効果データベース2007年版」<sup>5</sup> 2. 微盛投資コンサルタント会社 ([www.wstock.net](http://www.wstock.net)) により提供されている「中国株式市場取引データ2007年版」 3. 清華大学の中国金融研究センター (China Center for Financial Research) により提供されている「CCFR 金融研究データ2007年版」を使用した。

### 3. 分析方法

本稿はイベント・スタディの分析方法 (Event-Study Analysis)<sup>6</sup>を用いて、株式銘柄

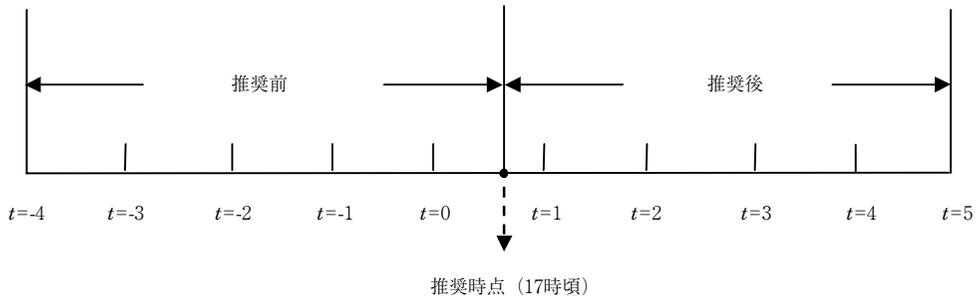
- 3 相場予測に関する投資家心理の分析は、兪(2007)を参照されたい。
- 4 「機構聚焦」コラムは2000年12月末から始まり、営業日ごとに3, 4銘柄を推奨していた。但し、2007年5月28日以降は、推奨銘柄の情報が公表されなくなっている。データ出所:<http://resource.stockstar.com/info2006/colnews.asp?id=350> (2008年4月)。
- 5 香港理工大学と深圳国泰安信息技术会社と共同開発していたデータベースである。株式収益率をすべて権利落後の収益率として調整している。本稿は株式配当を再投資する場合の日次収益率を用いる。
- 6 Campbell *et al.* (1997), 松尾・山本 (2006, 8-12ページ), 池田・畠田 (2005, 71-73ページ)を参照されたい。

図1 調査期間中のA株価指数（2000年12月21日から2006年12月29日まで）



(資料) CSMAR 会社のデータベースにより筆者が作成。

図2 イベントウィンドウ



に関するイベント（ウェブサイト上の推奨）によって、その前後のイベントウィンドウ（図2参照）において、株価、ボラティリティーおよび売買高がどのように変動するのかを検証する。

推奨銘柄の株価超過収益率はマーケット調整済み収益モデル（Market Adjusted Return Model）<sup>7</sup>に従うとする。超過収益率（Abnor-

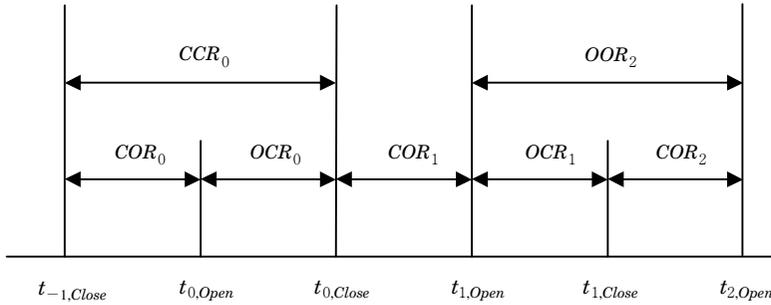
mal Return,  $AR_{i,t}$ ）の計算式は下記の通りである。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t} \quad \dots [1]$$

騰したり、その他特別のイベントなどがあつたとき、その関係が崩れてしまうということが知られている。また、通常CAPMの推定には、5年間の月次データなど、比較的長期にわたるデータが必要とされる。このような、長期データにもとづく関係を、短期的な株価変動の分析に使用することは、適切ではないと考える。このため、本稿では単純にマーケット・インデックスを用いて、推奨銘柄の超過収益率を求める。

7 株価超過収益率の計算方法について、 $R_{it} - (\alpha + \beta R_{Mt})$ の残差項として計算されるCAPMモデルもある。ただし、このモデルは市場が均衡している状態を想定し、株式市場が暴落・暴

図3 各取引時間帯の株式収益率



ここで、 $R_{i,t}$ は推奨銘柄 ( $i=1,2,\dots,n$ ) の日次収益率、 $R_{M,t}$ はマーケット・インデックス<sup>8</sup>の収益率、したがって $AR_{i,t}$ は推奨銘柄の*i* イベント期間における超過収益率である。

推奨銘柄の超過収益率を $\tau$ 期間にわたって足しあわせることによって、累積超過収益率 (Cumulative Abnormal Return,  $CAR_{i,\tau}$ ) が求められる。

$$CAR_{i,\tau} = \sum_{t=1}^{\tau} AR_{i,t} \quad \dots [2]$$

超過収益率および累積超過収益率を横断面的に集計し、各時点における平均超過収益率<sup>9</sup> (Average Residual,  $\overline{AR}_t$ ) と累積平均超過収益率 (Cumulative Average Residual,  $\overline{CAR}_\tau$ ) は次のように求められる。

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad \dots [3]$$

$$\overline{CAR}_\tau = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n CAR_{i,\tau} \quad \dots [4]$$

推奨銘柄の平均売買高の変化率 (Change Rate of Average Volume,  $\overline{CRAV}_t$ ) については、次のように計算される。

$$\overline{CRAV}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n [(Vol_{i,t}/Vol_{i,-5}) - 1] \quad \dots [5]$$

ここで、 $Vol_{i,t}$ は ( $t=-4,-3,\dots,4,5$ ) 時点、 $Vol_{i,-5}$ は ( $t=-5$ ) 時点における推奨銘柄*i*の売買高である。したがって、5日前と比較して、売買高がどれだけ変化したかを示している。

次に、推奨銘柄の日次収益率 (Close to Close Return,  $CCR$ ) を図3のように、取引時間外の収益率 (Close to Open Return,  $COR$ ) と取引時間内の収益率 (Open to Close Return,  $OCR$ ) に2分割して計算する<sup>10</sup>。

$$COR_t = P_{t,Open}/P_{t-1,Close} - 1 \quad \dots [6]$$

$$OCR_t = P_{t,Close}/P_{t,Open} - 1 \quad \dots [7]$$

[1], [3] 式と同様な計算方法で、推奨銘柄の取引時間外の超過収益率 ( $ACOR$ ) と平均超過収益率 ( $\overline{ACOR}$ ) および取引時間内の超過収益率 ( $AOCR$ ) と平均超過収益率 ( $\overline{AOCR}$ ) を求める。

また、本日の初値から翌日の初値までの収益率 (Open to Open Return,  $OOR$ ) については、次のように計算される。

$$OOR_t = P_{t,Open}/P_{t-1,Open} - 1 \quad \dots [8]$$

株価の (累積) 平均超過収益率の有意性検定に関して、まずKS検定 (Kolmogorov-Smirnov Test) の方法で、標本分布の正規性検定を行う。この結果、正規分布に従うとされた場合、パラメトリックのT検定 (Campbell et al. (2001, p.162) の  $J1$  統計量) を行う。

8 推奨銘柄は上海A株式市場に属する場合、上海A株価指数、深圳A株式市場に属する場合、深圳A株価指数を用いる。

9 超過収益率の平均値を計算すれば、ある企業情報以外の株価に反映されている部分がお互いに消去され、ある情報のみを反映した部分だけが残ることが期待される (桜井1991, 187ページ)。

10 この方法を使用した分析は、Rogalski (1984), Bessembinder and Hertz (1993), Tong (2000) がある。

表2 推奨銘柄の平均超過収益率と平均売買高（標本数=5073）

イベント日	$\overline{AR}$	標準偏差	KS統計量	$N^+/N$	J3統計量	$\overline{CRAV}$
t=-4	0.287%	2.184%	6.17**	51.69%	2.40*	26.86%
t=-3	0.324%	2.161%	5.45**	53.18%	4.53**	46.29%
t=-2	0.336%	2.217%	5.58**	52.71%	3.86**	60.97%
t=-1	0.637%	2.220%	4.62**	59.04%	12.87**	89.86%
t=0	1.847%	2.556%	4.01**	77.86%	39.69**	172.09%
t=1	0.452%	2.334%	5.87**	54.21%	6.00**	192.43%
t=2	-0.197%	2.173%	5.63**	40.39%	-13.69**	120.45%
t=3	-0.186%	2.122%	4.97**	42.44%	-10.77**	99.28%
t=4	-0.186%	2.105%	5.06**	42.05%	-11.33**	90.17%
t=5	-0.203%	2.083%	4.94**	42.70%	-10.40**	86.41%

(注) 「 $\overline{AR}$ 」は各時点における平均超過収益率である。KS統計量はKolmogorov-Smirnov正規性検定の統計量である。「 $N^+/N$ 」はサンプル中で「 $\overline{AR}$ 」がプラスである割合である。J3統計量は標本分布に特定の仮定をしないノンパラメトリックの符号検定の統計量である。「 $\overline{CRAV}$ 」は平均売買高の変化率である。\*\*, \* は、それぞれは1%水準、5%水準で有意であることを示す。

(資料) 証券之星の「機構聚焦」コラムの推奨銘柄を集計し、データ会社3社（1. 深圳国泰安信息技术会社, 2. 微盛投資コンサルタント会社, 3. 清華大学の中国金融研究センター）の中国株式市場データベースに基づき、筆者が作成。

$$T_{AR,t} = \frac{\overline{AR}_t}{S_{AR,t}/\sqrt{n}} \quad \dots [9]$$

$$T_{CAR,t} = \frac{\overline{CAR}_t}{S_{CAR,t}/\sqrt{n}} \quad \dots [10]$$

ここで、 $S_{AR,t}$ と $S_{CAR,t}$ はそれぞれt時点における推奨銘柄の平均超過収益率( $\overline{AR}_t$ )および累積平均超過収益率( $\overline{CAR}_t$ )のクロス・セクショナルな標準偏差である。

もし、正規分布に従わないとされた場合、ノンパラメトリックの符号検定(Campbell *et al.* (2001, p.172)のJ3統計量)を行う。

$$J3 = \left[ \frac{N^+}{N} - 0.5 \right] \frac{N^{1/2}}{0.5} \quad \dots [11]$$

ここで、 $N^+$ は(累積)超過収益率がプラスであるサンプルの数、 $N$ は全サンプルの数である。

#### 4. 分析結果

表2は、イベント期間における推奨銘柄の平均超過収益率( $\overline{AR}$ )と平均売買高( $\overline{CRAV}$ )の変化を示している。KS統計量の結果により、超過収益率が正規分布であるという帰無仮説を有意水準1%で棄却されるため、ノンパラメトリックの符号検定法を用いる。この表から3つ

の興味深い結果が得られる。一つは、推奨銘柄が公表されるまでの期間(t=-4, ..., 0)において、すべての平均超過収益率が有意にプラスであったことである。推奨4日前(t=-4)から推奨2日前(t=-2)までの期間では、平均超過収益率が0.3%前後で推移しているが、推奨1日前(t=-1)に急に0.637%に上昇していた。さらに、推奨当日(t=0)の平均超過収益率が一気に1.847%に上り、その前の4日間の合計よりも高くなっている。推奨の翌日(t=1)では、平均超過収益率もプラスになっているが、上げ幅はその前日と比べて、明らかに減少していた。推奨2日目(t=2)以降では、平均超過収益率が全て有意にマイナスに転じていた。2つ目は、株価のボラティリティーを示す指標としての標準偏差について、推奨前のほうが推奨後よりも大きくなっていることである。推奨3日前(t=-3)の2.161%から推奨当日(t=0)の2.556%まで上げていた。しかし、推奨の翌日(t=1)以降は、徐々に低下する傾向が見られる。3つ目は、推奨銘柄の平均売買高の変化率についてである。推奨されるまでの期間(t=-4, ..., 0)においては、平均売買高は平均超過収益率と似たような変化を示し、徐々に増加していた。推奨翌日(t=1)には、最大値の

表3 推奨銘柄の累積平均超過収益率（標本数=5073）

推奨前の5日間					
イベント日	$\overline{CAR}$	標準偏差	KS統計量	$N^+/N$	J3統計量
t=-4	0.287%	2.184%	6.19**	51.685%	2.40*
t=-3	0.611%	2.999%	4.90**	56.416%	9.14**
t=-2	0.946%	3.634%	4.22**	60.083%	14.36**
t=-1	1.584%	4.242%	3.61**	66.036%	22.84**
t=0	3.431%	4.849%	3.63**	78.750%	40.95**
推奨後の5日間					
イベント日	$\overline{CAR}$	標準偏差	KS統計量	$N^+/N$	J3統計量
t=1	0.452%	2.334%	5.88**	54.209%	6.00**
t=2	0.255%	3.224%	5.58**	49.852%	-0.21
t=3	0.069%	3.851%	5.28**	47.506%	-3.55**
t=4	-0.117%	4.384%	5.09**	45.831%	-5.94**
t=5	-0.321%	4.851%	4.64**	44.274%	-8.16**

(注) ここでは、推奨前と推奨後を2分割して、各時点の累積平均超過収益率「 $\overline{CAR}$ 」を別々に計算する。KS統計量はKolmogorov-Smirnov正規性検定の統計量である。「 $N^+/N$ 」はサンプル中で「 $CAR$ 」がプラスである割合である。J3統計量は標本分布に特定の仮定をしないノンパラメトリックの符号検定の統計量である。\*\*, \* は、それぞれは1%水準、5%水準で有意であることを示す。(資料) 表2に同じ。

192.43%に達した後、少しずつ減少する傾向が見られる。ただし、推奨前の段階と比べて、推奨後の平均売買高は高い水準が続いていた。

表3は、推奨前と推奨後を2分割して、推奨銘柄の各時点における累積平均超過収益率( $\overline{CAR}$ )を示している。推奨前の5日間( $t=-4, \dots, 0$ )では、累積平均超過収益率が0.287%から3.431%まで有意に上昇し続けていた。特に推奨当日( $t=0$ )に推奨された銘柄は、8割近くの累積平均超過収益率がプラスであった。この理由として、2つ挙げられる。1つは、行動ファイナンスの理論によると、人間は偶然の出来事にトレンドのような(本当は存在しない)規則性を素早く見出す傾向がある。これはトレンド追い(Trend Chasing)やトレンドへの賭(Betting On Trends)とも呼ばれている。この例として取り上げられるのが、「熱い手の誤り(Hot Hand Fallacy)」である。一般的にスポーツの「波に乗る<sup>11)</sup>」という表現が多く使わ

れる。インターネット上の銘柄推奨者もこのような認知的なバイアスにかかり、直近の株価変動に影響されるために、売買高が急速に拡大し、市場全体のパフォーマンスを上回る銘柄を推奨しやすいのではないかと考える。もう1つは、情報に非対称性があり、推奨銘柄をネット上で公表する前に、その内部関係者<sup>12)</sup>が事前に情報を知って、不適切な取引(いわゆる「インサイダー取引」<sup>13)</sup>)を行ったために、株価が上昇した

敗)につながり、それが持続していくという考えに基づくものである。Gilovich *et al.* (1985, p. 295)。

12) ここでの内部関係者は、証券会社および証券コンサルタント会社など、いわゆる推奨側の関係者であり、市場に影響力を与える可能性がある投資家のことを指す。

13) 中国株式市場においては、各種のルートを通じてインサイダー情報・非公開情報が漏出したり、逆に無根拠の会社情報を悪意に放出して株価を操作したりするケースが少なくない。例えば、1993年の「宝延事件」および「万申事件」(沈1996)および2007年の「杭蕭鋼勾事件」などが挙げられる。

11) 波に乗るというのは、バスケットボールでシュートの成功(あるいは失敗)が次の成功(失

表4 推奨銘柄の取引時間外(内)の平均超過収益率(標本数=5073)

イベント日	平均値	標準偏差	KS統計量	$N^+/N$	J3統計量
$\overline{ACOR}$ (t=-2)	0.023%	1.084%	12.58**	49.616%	-0.55
$\overline{AOCR}$ (t=-2)	0.313%	2.144%	5.18**	53.144%	4.48**
$\overline{ACOR}$ (t=-1)	0.056%	1.055%	12.28**	51.370%	1.95
$\overline{AOCR}$ (t=-1)	0.581%	2.163%	4.51**	58.486%	12.09**
$\overline{ACOR}$ (t=0)	0.165%	1.069%	12.22**	56.909%	9.84**
$\overline{AOCR}$ (t=0)	1.682%	2.455%	3.57**	76.306%	37.47**
$\overline{ACOR}$ (t=1)	0.329%	1.161%	11.29**	64.676%	20.91**
$\overline{AOCR}$ (t=1)	0.122%	2.158%	5.14**	48.807%	-1.70
$\overline{ACOR}$ (t=2)	-0.038%	1.073%	13.39**	46.560%	-4.90**
$\overline{AOCR}$ (t=2)	-0.159%	2.042%	5.06**	41.376%	-12.29**

(注) 「 $\overline{ACOR}$ 」は取引時間外の平均超過収益率、「 $\overline{AOCR}$ 」は取引時間内の平均超過収益率である。KS統計量はKolmogorov-Smirnov正規性検定の統計量である。「 $N^+/N$ 」はサンプル中で「 $\overline{ACOR}$ 」又は「 $\overline{AOCR}$ 」がプラスである割合である。J3統計量は標本分布に特定の仮定をしないノンパラメトリックの符号検定の統計量である。\*\*, \* は、それぞれは1%水準、5%水準で有意であることを示す。

(資料) 表2に同じ。

ということも考えられる。

しかし、推奨後の5日間( $t=1, \dots, 5$ )では、累積平均超過収益率が0.452%から-0.321%まで有意に下落し続けていた。特に推奨後の5日目( $t=5$ )に、推奨された銘柄のうち、累積平均超過収益率がプラスである割合は僅か44.274%しか残らない。この理由として、社会心理学によると、人間はどのように行動すればよいのか判断しにくい場合、他人の意見を容易に受け入れ、意思決定を下すという(Sherif 1935, p. 46, Asch 1951)。不確実性下のマーケットでは、個人投資家は自分の判断に従い、投資決定をすることはきわめて難しい。投資の意思決定段階において、他人と横並び的な行動(例えば、自分自身の持っている情報を全く無視して、証券アナリストやニュースレターなどいわゆる株式専門家の意見に追従して、株式を売買する行為)を取る可能性が高い(加藤2003)。推奨の翌日( $t=1$ )には、インターネットから推奨情報を得た個人投資家の大量買い注文により、推奨銘柄の平均売買高が大きく膨らみ、平均超過収益率も上げていた。しかしその後、推奨効果が徐々に消え、個人投資家の買い注文の量も減り、平均超過収益率がマイナスに転じてしまうことになると考えられる。

表4は、推奨銘柄について、推奨当日およびその前後2日間( $t=-2, \dots, 2$ )のより詳細な変化を示している。推奨前の2日間( $t=-2, -1$ )の取引時間外の平均超過収益率はともに僅かにプラスとなっているが、統計的に有意ではない。取引時間内の平均超過収益率はそれぞれ0.313%と0.581%であり、1%有意水準でプラスになっている。推奨当日( $t=0$ )では、取引時間外の平均超過収益率が0.165%であり、取引時間内の平均超過収益率は1.682%である。両方も1%有意水準でプラスになっている。推奨前の3日間の日次平均超過収益率の多くは、取引時間内の平均超過収益率から得られている。そして、推奨日に近づけば近づくほど、取引時間内の平均超過収益率と取引時間外の平均超過収益率はともに大きくなるのが分かる。

推奨の翌日( $t=1$ )では、取引時間外の平均超過収益率は0.329%であり、引き続き有意にプラスとなっている。しかし、取引時間内では株価の上昇モメンタムが小さくなり、平均超過収益が0.122%まで減少し、統計的には有意ではない。推奨2日目( $t=2$ )では、投資家が前日( $t=1$ )の推奨銘柄に視点が移っているため、その前々日( $t=0$ )推奨銘柄の推奨効果がほとんど消えていた。その結果として、取引時間外

表5 推奨銘柄の平均超過収益率の規模別比較

規模別	$\overline{ACOR}$ (t=1)	$\overline{ACOR}$ (t=1)	$\overline{ACOR}$ (t=2)	N
per<5 (小)	0.400%	0.021%	-0.179%	254
5<=per<10	0.393%	-0.152%	-0.190%	256
10<=per<25	0.429%	0.054%	-0.102%	760
25<=per<50	0.360%	0.033%	-0.038%	1268
50<=per<75	0.344%	0.220%	0.002%	1268
75<=per<90	0.226%	0.228%	0.027%	767
90<=per<95	0.154%	0.264%	-0.030%	248
95<=per (大)	0.153%	0.202%	0.057%	252
DM	2.21*	-0.99	-2.49*	

(注) 推奨銘柄の企業規模を小さい順から「per<5」, 「5<=per<10」, 「10<=per<25」, 「25<=per<50」, 「50<=per<75」, 「75<=per<90」, 「90<=per<95」, 「95<=per」の8段階に分け、推奨翌日以降の取引時間外の平均超過収益率「 $\overline{ACOR}$ 」及び取引時間内の平均超過収益率「 $\overline{AOCR}$ 」を計算する。「N」はサンプル数である。「DM」は企業規模が最も小さい推奨銘柄(per<5)グループと最も大きい推奨銘柄(95<=per)グループの差異に関する推奨後の「 $\overline{ACOR}$ 」及び「 $\overline{AOCR}$ 」平均値の差の検定(等分散を仮定しない場合)の値である。\*\*, \* は、それぞれは1%水準、5%水準で有意であることを示す。

(資料) 表2に同じ。

および取引時間内の平均超過収益率ともに有意にマイナスに転じてしまった。同様な特徴が日々観察されている。結果的に、証券アナリストの推奨効果は半日しかないようである。なお、標準偏差について、どの期間においても取引時間内の平均超過収益率は取引時間外の平均超過収益率の2倍ほど大きい。これは取引時間内における株価のボラティリティーがより大きいことを意味している。

表5は、推奨銘柄の企業規模<sup>14</sup>別の平均超過収益率を示している。推奨の翌日(t=1)取引時間外の平均超過収益率( $\overline{ACOR}$ )は全てプラスであるが、大企業よりも小企業のほうが高くなっている。企業規模が最も小さい推奨銘柄(per<5)グループと最も大きい推奨銘柄(95<=per)グループの平均の差は0.247%であり、5%有意水準で小企業のほうが高くなっている。取引時間内の平均超過収益率( $\overline{AOCR}$ )について、大企業のほうが小企業よりも高くなっているが、平均値の差の検定は5%有意水準で帰無仮説を棄却できなかった。そして、推奨2日目

(t=2)の取引時間外の平均超過収益率( $\overline{ACOR}$ )について、大企業のほうが小企業より0.236%有意に高くなっている。

表6は、推奨銘柄の業種別の平均超過収益率を示している。推奨銘柄のうち、推奨頻度が最も多いのは、製造業の銘柄(2818回)であり、最も少ないのはメディア通信業の銘柄(51回)である<sup>15</sup>。推奨の翌日(t=1)取引時間外の平均超過収益率( $\overline{ACOR}$ )は、どの業種の銘柄もプラスであり、F検定の結果では業種別に統計上の差が認められない。しかし、取引時間内の平均超過収益率( $\overline{AOCR}$ )および推奨翌日(t=2)の取引時間外の平均超過収益率( $\overline{ACOR}$ )は、5%有意水準で業種別の差が認められる。そのうち、運輸・倉庫関連業、金融・保険業、メディア通信業の3業種の推奨銘柄の平均超過収益率が引き続きプラスとなっているが、卸売・小売業、不動産業、総合類の推奨銘柄はともにマイナスに転じている。

14 本稿は、流通株の時価総額で企業規模を測る。企業規模=流通株数×株価(2006年12月29日の終値をベースとする)。

15 中国证券管理監督委員会の業種別分類によると、全上場企業のうち最も多いのは製造業であり、最も少ないのはメディア通信業である。それぞれ、63.77%と0.62%を占めている。推奨銘柄の業種別の分布はそれとはほぼ一致している。

表6 推奨銘柄の平均超過収益率の業種別比較

業種別	$\overline{ACOR}$ (t=1)	$\overline{ACOR}$ (t=1)	$\overline{ACOR}$ (t=2)	N
A	0.223%	0.015%	-0.107%	103
B	0.168%	0.275%	-0.028%	122
C	0.348%	0.194%	-0.036%	2818
D	0.230%	0.193%	-0.080%	235
E	0.392%	-0.161%	0.016%	92
F	0.270%	0.073%	0.037%	313
G	0.326%	0.127%	-0.071%	352
H	0.327%	-0.001%	-0.042%	259
I	0.157%	0.093%	0.035%	124
J	0.432%	-0.217%	-0.159%	213
K	0.248%	0.253%	-0.078%	149
L	0.570%	0.324%	0.593%	51
M	0.395%	-0.324%	-0.093%	242
$F(C)$	1.23	1.95*	2.06*	

(注) 中国証券監督管理委員会は上場企業を下記13業種に分けている(A-水産・農林業, B-発掘業, C-製造業, D-電力・ガス・水道業, E-建築業, F-運輸・倉庫関連業, G-情報技術業, H-卸売・小売業, I-金融・保険業, J-不動産業, K-サービス業, L-メディア通信業, M-総合類)。推奨銘柄について各業種別に翌日以降の取引時間外の平均超過収益率「 $\overline{ACOR}$ 」及び取引時間内の平均超過収益率「 $\overline{AOCR}$ 」を計算する。「 $F(C)$ 」は、各業種の推奨銘柄の差異に関する推奨後の「 $\overline{ACOR}$ 」及び「 $\overline{AOCR}$ 」についてのF検定値である。「N」はサンプル数である。\*\*, \* は、それぞれは1%水準, 5%水準で有意であることを示す。

(資料) 表2に同じ。

表7 推奨銘柄の超短期リターン・リバーサル効果

AR (t=0)	$\overline{ACOR}$ (t=1)	$\overline{ACOR}$ (t=1)	$\overline{ACOR}$ (t=2)	N
per<5 (低)	0.140%	0.613%	0.079%	253
5<=per<10	0.180%	0.403%	-0.025%	254
10<=per<25	0.189%	0.232%	-0.015%	761
25<=per<50	0.318%	0.095%	-0.062%	1268
50<=per<75	0.300%	-0.010%	-0.055%	1269
75<=per<90	0.373%	0.077%	0.050%	761
90<=per<95	0.284%	0.201%	-0.190%	254
95<=per (高)	1.211%	-0.120%	-0.134%	253
DM	-5.66**	2.71**	1.38	

(注) 推奨当日の推奨銘柄の超過収益率「AR」を小さい順から「per<5」, 「5<=per<10」, 「10<=per<25」, 「25<=per<50」, 「50<=per<75」, 「75<=per<90」, 「90<=per<95」, 「95<=per」の8段階に分け、推奨翌日以降の取引時間外の平均超過収益率「 $\overline{ACOR}$ 」及び取引時間内の平均超過収益率「 $\overline{AOCR}$ 」を計算する。「N」はサンプル数である。「DM」は推奨当日の超過収益率が最も低い推奨銘柄(per<5)グループと最も高い推奨銘柄(95<=per)グループの差異に関する推奨の「 $\overline{ACOR}$ 」及び「 $\overline{AOCR}$ 」平均値の差の検定(等分散を仮定しない場合)のt値である。\*\*, \* は、それぞれは1%水準, 5%水準で有意であることを示す。

(資料) 表2に同じ。

表7は、推奨銘柄の超短期リターン・リバーサル効果を示している。まず、推奨当日(t=0)の推奨銘柄の超過収益率(AR)を小さい順から8段階に分ける。そして、各段階における推奨銘柄その後の取引時間内(外)の平均超過収益率を求める。結果として、推奨当日の超過

収益率が最も高い銘柄(95<=per)グループの翌日(t=1)取引時間外の平均超過収益率( $\overline{ACOR}$ )は1.211%であり、最も低い銘柄(per<5)グループと比べて、1.071%も有意に高くなっている。しかし、取引時間内の平均超過収益率( $\overline{AOCR}$ )および推奨2日目(t=2)の取

引時間外の平均超過収益率 ( $\overline{ACOR}$ ) については、マイナスとなり、推奨当日の超過収益率が最も高い銘柄 ( $95 \leq \text{per}$ ) グループは最も低い銘柄 ( $\text{per} < 5$ ) グループより低くなっている (ただし、推奨2日目では、統計的に両者間の差が見られていない)。

推奨当日では、大きな超過収益率を得られた推奨銘柄が、一般的に翌日の初値も高値で買われる。しかし、その後の超過収益率は良くない。一方、推奨当日 ( $t=0$ ) では、低い超過収益率しか得られていない推奨銘柄が、翌日の初値も比較的にならなっている。その後、推奨効果による大きな超過収益率を期待できる。

## 5. 投資戦略の有効性の検証

前節の分析結果では、推奨情報は公表される前に既に株価に織り込まれ、高い(累積)平均超過収益率を獲得していた。しかし、公表されたからは僅かな超過収益率を得て、株価がすぐ下落していたことを示した。本節では、インターネットによる推奨銘柄の情報を利用して、株式を売買する場合、市場を超える収益率をあげられるかどうか、投資戦略の有効性について検証してみたい。

投資戦略を立てる前に、まず、中国A株式市場の取引制度について簡単に説明する。(1) 1996年12月16日から値幅制限が実施されるため、新規上場時を除き、前日終値の上下10%に株価変動を制約される。ただし、ST銘柄や\*ST銘柄(上場廃止の危険性があり、リスクの高い銘柄)については、値幅制限が5%に抑えられて取引される。(2) 「 $t+1$ 」<sup>16</sup>の取引ルールを実施しているため、今日買った株は翌営業日以降にならないと売却できない<sup>17</sup>。(3) 個別銘柄の空

売りおよび先物取引、オプション取引は厳しく禁止されている。(4) 株式など有価証券の譲渡益(キャピタルゲイン)に対する課税はない。上記4点の取引制度を前提として、次のような投資戦略を組み入れる。

投資戦略1.

まず、証券之星の「機構聚焦」コラムで営業日毎に公表される推奨銘柄をベースとして、推奨銘柄ポートフォリオに組み入れる。そして、推奨銘柄ポートフォリオを翌日 ( $t=1$ ) の初値で買い、翌々日 ( $t=2$ ) の初値で売るというリバランス投資戦略1を組んでみた。

推奨銘柄ポートフォリオの収益率 ( $R_{p,t}$ ) は下式のように計算される

$$R_{p,t} = \frac{1}{\kappa} \sum_{i=1}^{\kappa} OOR_{i,t} \quad \dots [12]$$

ここで、 $\kappa$ は推奨当日における推奨銘柄の数である。

また、取引手数料<sup>18</sup>を考慮した場合の推奨銘柄ポートフォリオ収益率 ( $R_f$ ) については、 $P$ を投資時点での株価、 $f$ を片道の取引手数料とすると、購入するときに支出する金額は  $(1+f) \cdot P$ となる。これに対して、売却時の金額は  $(1+R_{p,t}) \cdot P$ である。取引手数料 ( $f$ ) を除けば、実際の収入は  $(1-f) \cdot (1+R_{p,t}) \cdot P$ である。このため、計算式は次のとおりである。

$$R_f = \frac{(1-f) \cdot (1+R_{p,t})}{(1+f)} - 1 \quad \dots [13]$$

仮に、2000年12月21日に100円を投資し、6年間運用した場合、2006年末にその100円がい

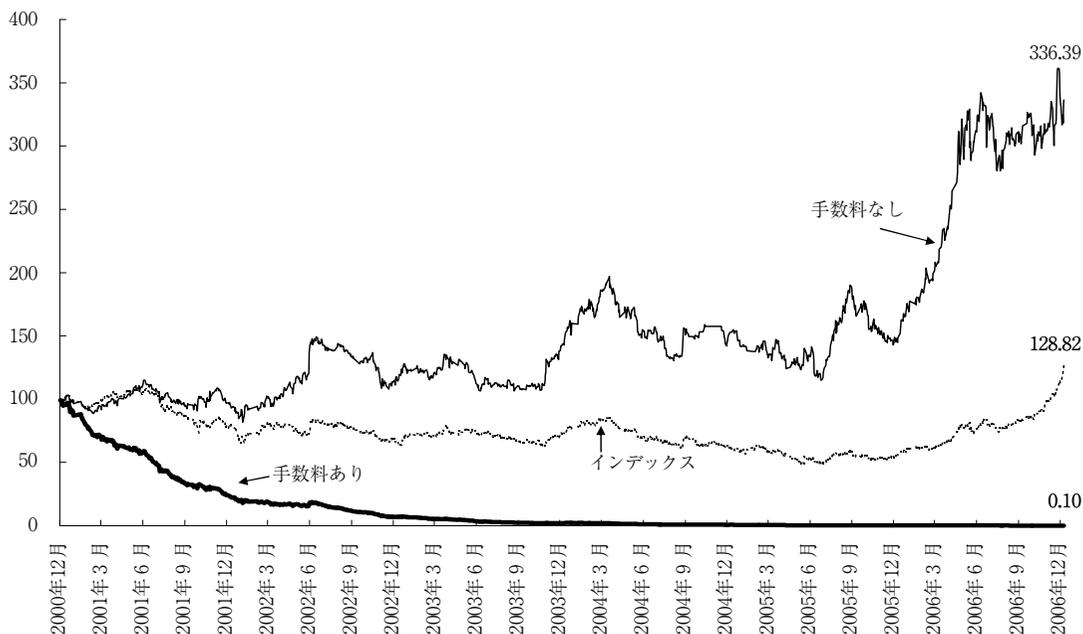
の規定が削除され、今後解禁が検討されている。なお、2005年8月22日より取引が開始されたワラントは日計り商いが禁止されていない。

18 ここでは、中国のオンライン・トレードの取引手数料を用いる。2005年1月22日まで、A株の売買にかかる平均手数料(片道)は売買代金の約0.4%(その内訳:委託売買手数料0.15%、名義書換料0.05%、印紙税0.2%)である。2005年1月23日から印紙税の税率は0.1%に引き下げたため、片道の手数は売買代金の約0.3として計算する。

16  $t$ は「Transaction Date」のことで証券の売買が成立した日(=約定日)を意味している。「 $t+1$ 」は、約定日の翌日が決済日であることを指す。

17 ただし、2006年1月1日から実施された新「証券法」では、旧法にあった日計り商い禁止

図4 投資戦略1の結果



(資料) 表2に同じ。

くらになったかを示したのは図4である。取引手数料を考慮しない場合、2006年末では、推奨銘柄ポートフォリオの価値は約3.36倍になり、336.39円にも達している。もし、推奨銘柄のポートフォリオの代わりにインデックス（上海A株価指数）を購入<sup>19</sup>した場合、最終的には128.82円となり、28.82%の収益率しか上げられない。推奨銘柄ポートフォリオは確かに市場を超える収益を得られる。この結果は、朱・王（2001）と一致している。

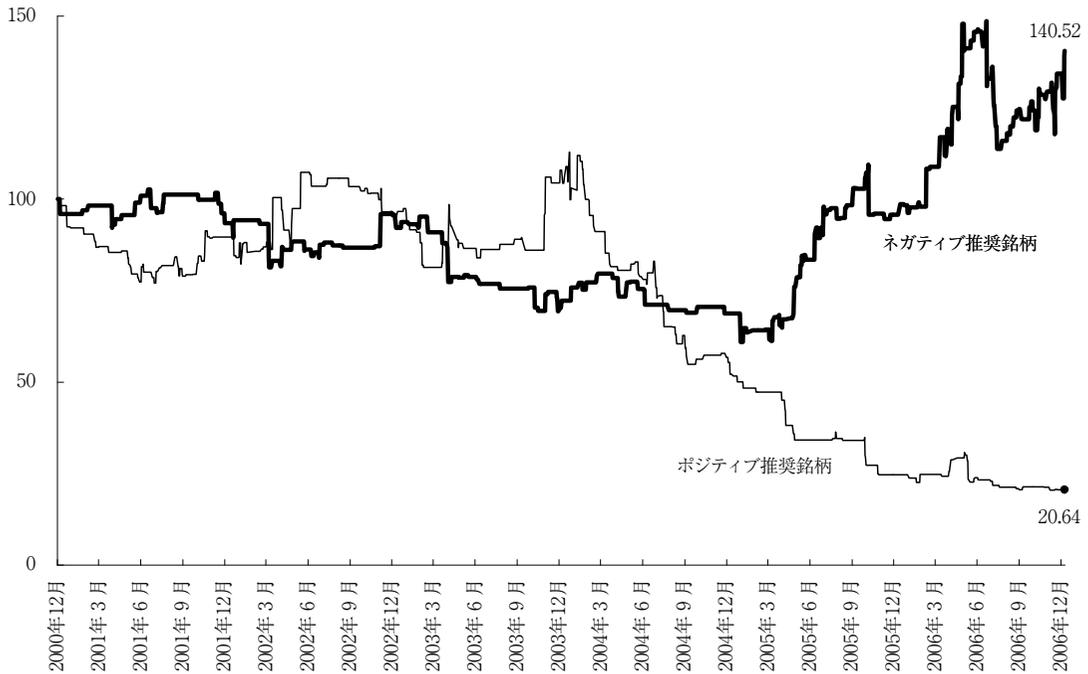
しかし、実際に株式を売買する時には取引手数料が発生するので、推奨銘柄のポートフォリオの売買回転率が増えれば、取引手数料がかさみ、投資家が得られる正味の利益は減少することになる。最近、中国では株式オンライン・トレードの加速化により、取引手数料が以前よりかなり安くなってきたが、投資家にとってはやはり大きなコストである。Metrick（1999, p.

1743）では、「取引コストを差し引けば、こうした投資は、平均すれば市場のパフォーマンスに劣っただろう。こうした投資情報誌の株式選択が優れているということを示す根拠はあまりないようだ」と述べている。Barber and Odean（2000）では、1991年から1996年までアメリカの個人投資家（66,465人）の取引データを調べていた。調査期間において、株式市場の年間平均収益率は17.9%である。それに対し、個人投資家の年間平均収益率は16.4%しかない。そのうち最も活発的に取引を行う個人投資家の年間平均収益率は11.4%で、もっとも低いのである。投資家が必要以上に頻繁に取引してしまうと、平均的に市場を下回る収益率しか得られないと結論付けた。本稿の結果も、推奨銘柄の情報に基づき、日々取引を行う場合、手数料を考慮すると、6年間後、当初の投資金額の約1000分の1になり、投資家はむしろ大きな損失を被ることになる。推奨に対して盲従することは必ずしも最善の戦略ではないことを示されている。

次に、取引手数料の負担を考慮し、取引頻度を減らすために、ある投資の基準を設け、この

19 中国国内では、既に5つの株価連動型上場投資信託（Exchange Traded Fund, ETF）が上場されている。

図5 投資戦略2の結果



(資料) 表2に同じ。

基準を超えた場合のみ取引を行うという投資戦略2を組み入れてみる。

#### 投資戦略2.

De Bondt and Thaler (1985) は、米国の1933年から1980年の株価データを用いて、3年から5年の比較的長期間の投資を前提とするとき、過去に超過収益率が高い(低い)銘柄は、次の期間の超過収益率が低く(高く)なる傾向があることを示した。彼らはこの現象を株価の過剰反応(Overreaction)が長期にわたり調整されたものであると解釈した。また、De Bondt and Thaler (1990; 1993) は将来利益の過剰反応が市場の専門家で、合理的であると考えられる証券アナリストにも起こるのかどうかを検証してきた。その結果、証券アナリストの収益予測は、直近におけるその企業の業績動向に引っ張られる傾向がある。具体的には、証券アナリストは直近に好業績を出す企業に対する評価は、悪い業績を出す企業と比較してはるかに楽観的であり、過剰反応していることを明らかにした。し

かし、これらの論文では、証券アナリストの過剰反応と株価の過剰反応と直接関連付ける検証は行っていない。表7では、推奨当日の超過収益率の高い銘柄と低い銘柄、その後の超短期リターン・リバーサル効果を示している。この超短期的な株価の過剰反応効果を利用して、投資戦略を組み入れた場合、長期的に超過利益を獲得可能かどうかについて、次のように検証を進める。

ここでは、推奨当日( $t=0$ )の超過収益率(AR)が最も高い推奨銘柄(上位95パーセンタイル、以下「ポジティブ推奨銘柄」という)のポートフォリオを構築し、順張り戦略を取る。そして、推奨当日( $t=0$ )の超過収益率(AR)が最も低い推奨銘柄(下位5パーセンタイル、以下「ネガティブ推奨銘柄」という)ポートフォリオを構築し、逆張り戦略を取る<sup>20</sup>。投資戦略

20 サンプル期間において、上位95パーセンタイルの平均超過収益率は8.51%であり、下位5パーセンタイルの推奨銘柄の平均超過収益率は

1と同様な方法でシミュレーションした結果、図5で示されているように、取引手数料を考慮した場合、2006年末になると、順張り戦略の運用資金は20.64円まで減り、約8割の損失を出している。その一方、逆張り戦略の運用資金は140.52円になり、市場を超える利益を獲得できる。

長期的にみれば、インターネット上の銘柄推奨者が推奨した「ポジティブ推奨銘柄」は、それほどの利益を獲得していない。逆に「ネガティブ推奨銘柄」は、推奨されることにより、株価が投資家にもう一度見直され、そのあとは高い収益率を獲得する可能性がある。そして、このような傾向は上昇相場の中でより強く見られる。

## 6. おわりに

本稿では、中国のある証券関連ウェブサイトの推奨銘柄を対象として、推奨前後の株価、ボラティリティー、および売買高について、イベント・スタディの手法を用いて分析してきた。主な結論として(1)推奨銘柄が公表される前に、既に大きな超過収益率が獲得されていた。公表されてから翌日の始値まで、株価が引き続き上昇していたが、その後はマイナスに転じていた。(2)推奨銘柄のボラティリティーについては、公表後より公表前のほうが大きい。また、取引時間外より取引時間内のほうが大きい。(3)推奨銘柄の売買高は、推奨される前まで増加し続けていたが、推奨翌日に最大値に達した後、少しずつ減少する傾向がある。ただし、推奨前の段階と比べて、推奨後の売買高は高い水準が続いていた。(4)企業規模別の分析では、推奨の直後に大企業よりも小企業のほうが、高い超過収益率を獲得している。しかしその後、大企業のほうが小企業より良いパフォーマンス

を獲得している。(5)業種別に見れば、運輸・倉庫関連業、金融・保険業、メディア通信業の推奨銘柄は他業種の推奨銘柄より短期的によりパフォーマンスを獲得している。(6)推奨当日の超過収益率が高い(低い)銘柄は、翌日も比較的に高い(低い)寄り値で始まる。しかし、その後は下落し、リターン・リバーサル効果が見られる。

推奨銘柄の情報に基づく投資戦略1の有効性については、取引手数料を考慮しない場合は、推奨銘柄は確かに市場を上回る成績を達成する。しかし、取引手数料を考慮した場合、超過的なリターンは獲得できず、むしろ大きな損失を発生させる。また、取引手数料の負担を考慮した上で、投資戦略2を取り組んだ場合、順張り戦略よりも逆張り戦略のほうが良いパフォーマンスを獲得できる。この結果から、中国株式市場は、まだ「セミストロング型の効率性」<sup>21</sup>を達成していないと言えるだろう。

なお、本稿において残された課題として以下の2点を指摘しなければならない。

まず、推奨銘柄の推奨理由によって、投資家の反応や株価の変動も異なると考えられる。今後、以上の分析をさらに進めるためには、推奨理由(M&A、自社株買い、増配、増資、株式分割、非流通株解消など)が株価にどのような影響を与えるかについて分析を行う必要がある。

次に、推奨銘柄の情報についてであるが、無償で利用できるものもあれば、有料で利用できるものもある。本論文で使われるすべての推奨銘柄データは、インターネット上で無償で閲覧できるものである。最近、中国国内では、株式投資ブームを背景として、携帯電話のショットメールやEメールなどの方式で会員に有償で銘柄情報を提供する投資顧問会社が増えてきてい

—2.89%である。投資戦略2は、推奨当日の超過収益率が8.51%より高い推奨銘柄、又は—2.89%より低い銘柄のみ売買する方法である。

21 セミストロング型の効率性：企業の有価証券報告書や決算情報、増配や株式分割、M&Aのニュース、アナリストの業績予想などを分析してそこから投資戦略を策定しても、過大な投資リターンを平均的に獲得することはできない。詳しくはFama (1976)を参照されたい。

る。さらに、支払う金額によって、会員ランクのサービスに差異をつけている。今後、無料情報と有料情報とで質的に差があるかどうか、また、有料であっても高額の情報と安価な情報で違いがあるかといったことに注目して、より詳しく調べる必要がある。

## 引用文献

### [日本語文献]

池田義男・畠田敬 (2005) 「自己株式取得による株価への効果：2001年10月の商法改正以降のイベントを用いたマーケット調整済み収益モデルによるイベント・スタディ分析」『茨城大学人文学部』第42号。

加藤英明 (2003) 『行動ファイナンス理論と実証』朝倉書房。

松尾浩之・山本健 (2006) 「日本のM&A：イベント・スタディによる実証研究」『経済経営研究』第26巻第6号。

桜井久勝 (1991) 「会計利益情報の有用性」千倉書房。

城下賢吾 (2002) 「市場のアノマリーと行動ファイナンス」千倉書房。

兪曉彦 (2004) 「中国株式市場における個人投資家の行動」『証券アナリストジャーナル』第42巻第12号。

— (2007) 「中国株式市場の投資家心理の分析：証券アナリストと個人投資家の比較」『龍谷大学経済学論集』第47巻第1・2号。

### [中国語文献]

林翔 (2001) 「対中国証券咨询機構予測分析」『経済研究』第2期。

上海証券取引所市場資料 (2001~2005)。  
<http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/yjcb/fact.shtml> (2008年2月確認)

深圳証券取引所市場統計年鑑 (1998~2006)。  
<http://www.sse.org.cn/main/marketdata/wbw/marketstat/> (2008年2月確認)

沈芸峰 (1996) 「会計信息披露和我国股市场半強式有効性的実証分析」『会計研究』第1期。

朱宝憲・王怡凱 (2001) 「証券媒体選股建議効果の実証分析」『経済研究』第4期。

### [英語文献]

Asch, S. E. (1951) "Effects of Group Pressure Upon the Modification and Distortion of

Judgment," in H. Guetzkow (ed.) *Groups, Leadership and Men*, The Carnegie Press.

Barber, B. and T. Odean (2000) "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors," *Journal of Finance*, Vol. 55 No. 2.

Bauman, W. S., S. Datta and M. E. Iskandar-Datta (1995) "Investment Analysts' Recommendations: A Test of 'The Announcement Effect' and 'The Valuable Information Effect,'" *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 22 No. 5.

Bessembinder, H. and M. G. Hertzfel (1993) "Return Autocorrelations Around Nontrading days," *Review of Financial Studies*, Vol. 6 No. 1.

Campbell, J. Y., W. L. Andrew and A. C. M. Kinlay (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton, Princeton University Press.

Dawson, S. (1982) "Is the Hong Kong Market Efficient?" *Journal of Portfolio Management* Vol. 8, Spring.

De Bondt, W. F. (1993) "Betting on Trends: Intuitive Forecasts of Financial Risk and Return," *International Journal of Forecasting*, Vol. 9 Issue. 3.

— and R. Thaler (1985) "Does the Stock Market Overreact," *Journal of Finance*, Vol. 40 No. 3.

— and — (1990) "Do Security Analysts Overreact?" *American Economic Review*, Vol. 80 No. 2.

Elton, E. J., M.J. Gruber and S. Grossman (1986) "Discrete Expectational Data and Portfolio Performance," *Journal of Finance*, Vol. 41 No. 3.

Fama, E. F. (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work," *Journal of Finance*, Vol. 25 No. 2.

— (1976) *Foundations of Finance*, New York, Basic Books.

Finn, F. J. (1989) "Internal Performance Evaluation and Institutional Security Analysts," in Ball *et al. Share Markets and Portfolio Theory : Readings and Australian Evidence* (2nd ed.), St. Lucia, University of Queensland Press.

- Gilovich, T., R. Vallone and A. Tversky (1985) "The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences," *Cognitive Psychology*, Vol. 17.
- Huth, W. L. and B. A. Maris (1992) "Large and Small Firm Stock Price Response to 'Heard On The Street' Recommendation," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 7.
- Liu, Pu., S. D. Smith and A. A. Syed (1990) "Stock Price Reactions to the Wall Street Journal's Securities Recommendations," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25 No. 3.
- Metrick, A. (1999) "Performance Evaluation with Transaction Cost Data: The Stock Selection of Investment Newsletters," *Journal of finance*, Vol. 54 No. 5.
- Rogalski, R. J. (1984) "New Findings Regarding the Day-of-the-Week Returns Over Trading and Non-Trading Periods: A Note." *Journal of Finance*, Vol. 39 No. 5.
- Shefrin, H. (2002) *Beyond Greed and Fear : Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Oxford, Oxford University Press. (鈴木一功訳 (2005) 『行動ファイナンスと投資の心理学』 東洋経済新報社)。
- Sherif, M. (1935) "A Study of Some Social Factors in Perception," *Archives of Psychology*, Vol. 27 No. 187.
- Tong, W. (2000) "International Evidence on Weekend Anomalies," *Journal of Financial Research*, Vol. 23 No. 4.
- Womack, K. L. (1996) "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance*, Vol. 51 No. 1.
- (ゆ きょうげん・  
龍谷大学大学院経済学研究科)

## An analysis on Internet Stock Recommendations and Stock Price Movements

Xiaoyan YU (Graduate School of Economics, Ryukoku University)

Key Words: Internet, Stock Recommendation, Investment Strategies.

JEL Classification Numbers: G11, G12, G14, G15.

This paper analyses the relationship between stock recommendations on the internet and the stock price movements by using a dataset downloaded from a leading financial research company website (Stockstar.com) in China. The study employs event study analysis methodology. According to my research results: (1) Before the recommendations, abnormal returns of the recommended stocks increased. Their market opening returns were positive on the following day. However, from the next day, the abnormal returns began to turn negative. (2) Before the recommendations, the volatility of the abnormal returns is greater than that after the recommendations, and the volatility of abnormal intra-day returns is greater than that of the abnormal opening returns.(3) The trading volume increased continuously until the day after the recommendations' day but it began to decrease thereafter. These results suggest that semi-strong form efficiency was not achieved in the case of Chinese market and the contrarian strategy produces a better performance than that of either momentum strategy or of the index trading.